

РОЛЬ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СРЕДЫ В ФОРМИРОВАНИИ МОДЕЛИ КОРПОРАЦИИ (НА ПРИМЕРЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ ИНТЕГРАЦИИ)

THE INSTITUTIONAL ENVIRONMENT OF THE CORPORATION'S MODEL: CASE OF INTERNATIONAL INTEGRATION

Paper based on empirical studies of international mergers and acquisitions involving Russian companies. Significant effects of differences in institutional environments on the internal organization of the corporation were founded. This confirms the important role of the institutional environment in shaping of types of the modern corporation.

Влияние многообразия институциональных сред в глобальной экономике на внутреннюю институциональную организацию корпорации можно проследить на примере сделок слияний и поглощений с участием компаний из различных стран с явной дифференциацией качества институтов.

Одним из аспектов глобализации в форме международной интеграции является эффект от конвергенции стандартов корпоративного управления компаниями из разных институциональных и законодательных сред. Если компания из более «слабой» институциональной среды поглощает компанию из институциональной среды с более жесткими требованиями к корпоративному управлению, это может привести к улучшению корпоративного управления фирмы-покупателя. Если такой эффект имеет место, то цена акций компании-покупателя должна продемонстрировать позитивную динамику при объявлении о сделке.

Этот аспект трансграничных сделок изучен недостаточно. Одним из наиболее полных и доказательных исследований в данном направлении является работа М. Мартыновой и Л. Реннебуга [Martynova, Renneboog, 2008]. Авторы попытались ответить на вопрос, может ли разница в качестве стандартов корпоративного управления компании-цели и компании-покупателя объяснить часть созданной в результате сделки стоимости. Что может объяснить такое влияние на качество корпоративного управления при оценке сделок? В международном праве полное поглощение компании приводит к смене национальности фирмы-цели, так что национальное право в области корпоративного управления фирмы-покупателя будет применяться к новообразовавшейся фирме. Когда фирма-покупатель регулируется лучшими нормами корпоративного права, чем фирма-цель, результатом может стать

Ружанская Людмила Станиславовна – директор департамента Менеджмента, Высшей школы экономики и менеджмента Уральского федерального университета имени первого Президента России Б.Н. Ельцина, доктор экономических наук.

улучшение стандартов корпоративного управления фирмы-цели. Авторы предположили, что в этом случае аномальные доходности акций фирмы-покупателя и фирмы-продавца отражают создание стоимости от улучшения стандартов корпоративного управления (гипотеза о позитивном влиянии законодательства). Верно и обратное: если стандарты фирмы-поглотителя ниже стандартов фирмы-цели, аномальная доходность акций фирмы-цели будет ниже (гипотеза о негативном влиянии законодательства). Авторы выдвинули еще одну гипотезу о «добровольном» улучшении стандартов корпоративного управления фирмой-покупателем до уровня фирмы-цели. Данное предположение может выполняться и при частичных поглощениях, а не только полных. Если происходит приобретение не 100 %-го пакета акций, то гипотеза о позитивном влиянии законодательства не работает, так как не происходит смены юрисдикции фирмы-цели. Однако улучшение стандартов возможно и вследствие осуществления контроля (гипотеза о позитивном влиянии контроля).

Основным результатом эмпирического анализа М. Мартыновой и Р. Реннебуга стал вывод о том, что доходность обеих фирм-участниц выше при объявлении о сделке, если стандарты корпоративного управления фирмы-приобретателя выше, чем фирмы-цели. Это подразумевает, что применение более жестких стандартов корпоративного управления в фирме-цели в результате сделки приведет к созданию дополнительной стоимости, возможно, за счет ценностно-ориентированного менеджмента и сокращения частных выгод, извлекаемых из контроля над менеджерами. Этот вывод не противоречит гипотезе о добровольном улучшении стандартов: покупатель с низким уровнем корпоративного управления заимствует практику фирмы-цели, что выражается в росте цен акций компании-приобретателя. Важно, что данный эффект выполняется только для неполных приобретений, т. е. в сделках, когда часть прежних акционеров фирмы-цели не продает свои акции и фирма-цель остается публичной.

Результаты исследования М. Мартыновой и Р. Реннебуга подтверждают также выводы о том, что стандарты корпоративного управления на национальном уровне оказывают влияние на потоки трансграничных поглощений. В частности, фирмы из стран со слабым корпоративным правом чаще инвестируют зарубеж, нежели внутри страны. Это подтверждают и работы других исследователей [Doidge, Karolyi, Stulz, 2007]. Авторы также обнаружили, что компании чаще приобретают активы зарубежом, если защита прав инвесторов «дома» сильна. Этот результат согласуется с заключением, полученным в более ранней работе М. Горгена, М. Мартыновой и Л. Реннебуга [Goergen, Martynova, Renneboog, 2005], которая показала, что сильная защита прав миноритариев делает поглощения весьма затратными и поэтому вынуждает компании искать цели для приобретений в странах, где защита прав миноритариев слабее. Сильная защита прав кредиторов в национальном законодательстве также оказывает положительное влияние на международную активность по поглощениям. Возможно, это объясняется связью между

защитой прав кредиторов и доступом фирмы к долговому финансированию [La Porta, 1998].

Системы с сильным правоприменением могут быть заменителями слабого нормативного регулирования, поскольку качественно функционирующие суды могут эффективно разрешать споры между стейкхолдерами корпорации. И напротив, действие законов, защищающих права миноритарных акционеров, может быть нарушено, если судейство функционирует неэффективно. Речь в данном случае идет о том, что создание эффективных стимулов для широкого круга стейкхолдеров не может ограничиваться заимствованием нормативов из стран с развитой рыночной экономикой. Эффективность институциональной среды во многом определяется системой правоприменения, неэффективность которой становится барьером на пути рыночных реформ в странах с переходной экономикой.

Влияние конвергенции стандартов корпоративного управления при трансграничных сделках слияний и поглощений проанализировали в своей работе А. Брис и К. Каболис [Bris, Cabolis, 2008]. Они указывают на факт смены юрисдикции, а следовательно, и законодательства компаний-целью как источник создания дополнительной стоимости при трансграничных сделках.

Если проанализировать в такой логике институциональную среду российских корпораций, можно выявить несколько существенных противоречий. С одной стороны, качество российского корпоративного законодательства превосходит мировые образцы [Бухвалов, 2005]. Это подтверждается также исследованием Э. Берглофа и А. Пайюсте [Berglöf, Pajuste, 2003]. Антидиректорский индекс России продемонстрировал быстрый рост с 2 п. в 1992 г. до 5,5 п. в 1998 г., в то время как среднее его значение по 49 странам равно 3 п., а среднее значение индекса для стран общего права составляла 4 п.¹ Вышесказанное означает, что формальные основы российского законодательства, связанные с корпоративным управлением, были прописаны быстро и квалифицированно, с использованием лучшего опыта. С другой стороны, уровень корпоративного управления в российских компаниях признается низким относительно стандартов лучшей практики, зафиксированных Кодексом ОЭСР. Э. Берглоф и А. Пайюсте указывают на «ножницы» между книжными нормами права и его реальным исполнением. По данному параметру Россия из года в год занимает место ниже среднего в группе стран с переходной экономикой, т. е. исполнение юридических норм является одним из основных объясняющих факторов низкого уровня корпоративного управления в России.

¹ Антидиректорский индекс был впервые введен исследователями в статье (La Porta et al., 1998) и является кумулятивным индексом прав миноритарных акционеров, или «антидиректорских» прав. Каждая из его составляющих фактически оценивает наличие в законодательстве определенного пункта, благоприятствующего миноритариям в их взаимоотношениях с менеджерами и крупными акционерами при принятии решений в компании, в том числе и при голосованиях на собраниях акционеров. Таким образом, значение данного индекса для каждой страны формируется из оценки существования в ней шести механизмов, действующих в пользу миноритарных акционеров, и колеблется от 0 до 6 (R. La Porta et al. Law and finance // Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106(6), p. 1113–1155).

Заключения рейтинговых агентств по корпоративным нормам и их влиянию на трансграничную активность фирм подтверждаются многочисленными примерами из практики международных операций российских компаний. Эти примеры свидетельствуют о негативном отношении зарубежных, в частности европейских, компаний к экспансии российского капитала: на деятельность российских компаний за рубежом оказывают влияние факторы, не связанные напрямую с «экономикой» осуществляемых сделок, а связанные с политикой, качеством корпоративного управления, а следовательно, и с качеством российской институциональной среды.

Для эмпирической проверки влияния разницы в институциональных средах на результаты международной интеграции были отобраны сделки зарубежных приобретений, осуществленные российскими публичными компаниями в период с 2004 по 2010 г. В выборку вошла 31 сделка приобретений российскими компаниями из телекоммуникационного сектора, металлургии, ТЭК, пищевой промышленности в 19 странах мира, включая страны ближнего зарубежья (5 сделок).

В качестве подхода к измерению результативности сделок слияний и поглощений избрано изучение доходности акций¹, основанное на расчете аномальной доходности акций компаний в период появления информации о сделке. Аномальной считается любая доходность, которая превышает обычную для этой ценной бумаги. Под обычной доходностью понимается доходность согласно модели CAPM или доходность крупного рыночного индекса. Данные исследования основаны на предположении о том, что в ценах акций отражена приведенная стоимость всех ожидаемых будущих денежных потоков. Подход позволяет напрямую измерять добавочную стоимость, создаваемую для инвесторов, и оценивать предполагаемые денежные потоки. Однако он требует очень строгих предположений о работе фондовых рынков (эффективность, рациональность инвесторов и отсутствие ограничений для арбитража). К тому же при измерении изменения в курсе цен наблюдаются очень большие помехи от других событий компании.

При слияниях и поглощениях можно выделить эффекты для доходов владельцев акций компании-покупателя и компании-продавца. Большинство эмпирических исследований выявили значительную положительную доходность для акционеров компании-цели независимо от условий сделки, временного горизонта и прочих факторов. В среднем аномальная доходность достигает 20–30 %. Доходность для акционеров компании-поглотителя имеет разнонаправленные оценки. Разнообразие результатов можно объяснить различиями анализируемых выборок, применяемой методологии и анализируемого временного периода. Например, П. Хейли, А. Палепу и Р. Рубак [Healy, Palepu, Ruback, 1992], а также Д. Куиперс, Д. Миллер и А. Патель [Kuipers, Miller, Patel, 2003] анализировали интернациональные сделки. Ряд исследователей концентрировался только на моноотраслевых сделках

¹ Другими распространенными подходами являются кейс-стади, опросы менеджеров и анализ финансовой отчетности, подробно изложенные в работе: Хусаинов З. И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика // Журнал «Корпоративные финансы». 2008. №1(5). С. 12-33.

(например, П. Бейтель, Д. Шайрек, М. Вахренбург [Beitel, Schiereck, Wahrenburg, 2002] рассматривали только банки). Есть также авторы, выделяющие сделки определенного типа: Г. Джеррел, А. Паульсен [Jarrell, Poulsen, 1989] – только поглощения, Дж. Малхерин, А. Л. Бун [Mulherin, Boone, 200] – только незавершенные сделки. Чаще всего исследователи рассматривают одно десятилетие. Однако различные волны слияний в XX веке отличаются качественно и структурно, что в свою очередь также не предполагает полного соответствия полученных выводов.

Существенные различия заложены в исследуемом временном отрезке – «окне сделки». Большинство авторов используют дату первого сообщения о сделке, но существуют работы, в которых анализируется доходность относительно даты закрытия сделки (например, Х. Серваес [Servaes, 1991]). Существенно различаются работы по диапазону временного отрезка: от одного дня (Дж. Малхерейн и А. Л. Бунн) [Mulherin, Boone, 2000] до четырех месяцев (К. Макиейра, У. Мэггисон, Л. Нэйл) [Maquieria, Megginson, Nail, 1998].

Представленный ниже анализ исходит из «сильного» предположения об эффективности финансового рынка, о том, что цена акции в каждый текущий момент времени определяется исходя из анализа и оценки инвесторами всей доступной на рынке информации. Т. е. при поступлении информации о возможном приобретении компанией зарубежных активов рынок тотчас же оценивает перспективы сделки, и эти оценки отражаются в динамике цен акции компании-покупателя.

Формулировка гипотез для тестирования основывается на теоретических моделях, объясняющих мотивы и причины осуществления сделок по приобретению зарубежных активов. Среди теорий прямых иностранных инвестиций выделяется концепция «OLI», предложенная Дж. Даннингом [Dunning, 1998], согласно которой при инвестировании в зарубежные активы должны выполняться следующие условия:

1) фирма должна обладать преимуществами владения собственностью (или конкурентными преимуществами), т.е. должна обладать технологией или продуктом, позволяющим успешно конкурировать на национальном рынке (*Ownership advantages*);

2) должен быть мотив, определяющий однозначные преимущества инвестирования за рубежом в сравнении с работой только на национальном рынке (*Location advantages*);

3) инвестирование за рубежом или зарубежное производство должны быть более прибыльными для фирмы, чем экспорт продуктов, произведенных «дома» (*Internationalization advantages*).

Дж. Даннинг предлагает классификацию мотивов зарубежных приобретений: ресурсо-ориентированная, рыночно-ориентированная, нацеленная на повышение эффективности или приобретение недостающих активов. Ресурсо-ориентированная стратегия относится к инвестированию, цель которого получение доступа к факторам производства или природным ресурсам. Рыночно-ориентированная стратегия предполагает инвестирование за рубежом с целью выхода на новый рынок или поддержания существующих. В

основе стратегии, нацеленной на повышение эффективности, лежит идея извлечения выгод из экономии от расширения объемов производства и расширения продуктовой линейки. В связи с растущей ролью технологий, инноваций и ноу-хау для конкурентоспособности современной компании в последнее время наблюдается тенденция к приобретению бизнес-единиц, обладающих технологиями или занимающихся R & D. Такие приобретения представляют четвертую группу мотивов к зарубежным приобретениям.

Эти четыре классических фактора обычно относят к «pull» – факторам прямых зарубежных инвестиций. Они могут быть дополнены «push» – факторами, впервые предложенными в работе А. Булатова [Bulatov, 1998]: стремление избежать системных рисков при работе на нестабильном национальном рынке и поиск доступа к иностранному капиталу.

Агентская теория предлагает в качестве объяснения мотивов слияний и поглощений гипотезу о создании менеджерами империй. Создавая крупную фирму, менеджеры 1) закрепляют за собой свои места, поскольку скупка контрольного пакета акций другими фирмами становится менее вероятной, 2) увеличивают собственную власть, статус и оклады, 3) создают дополнительные возможности для своих подчиненных – менеджеров низшего и среднего уровней.

Агентское объяснение мотивов слияний и поглощений основано на предположении о стремлении менеджеров при отделении управления от владения извлекать частные выгоды, что снижает стоимость компании для собственников. Еще один аспект агентских мотивов сделок по приобретению активов предлагает теория агентских издержек свободных потоков денежных средств (FCF). Свободные потоки денежных средств – потоки денежных средств, которые остались в корпорации после того, как она профинансировала все доступные ей инвестиционные проекты с положительной приведенной стоимостью – принадлежат акционерам компании и должны быть выплачены им в виде дивидендов. Но менеджер пытается зарезервировать свободные потоки под будущие инвестиционные проекты – приобретение активов в виде предприятий или акций других компаний с целью распродать такие активы в кризисный момент. При этом распродажа возможна по ценам, которые значительно ниже цен приобретения.

На основании вышеизложенных теоретических объяснений мотивов трансграничных сделок приобретений можно сформулировать первичные гипотезы.

1. Чем больше размеры компании, тем больше стремление менеджеров увеличить размер управляемой «империи» с целью повышения своего статуса и компенсационного пакета. Следовательно, объявление о сделке должно приводить к негативной реакции инвесторов, выраженной в цене акций.

2. Чем больше свободных денежных средств у фирмы, тем выше вероятность вложений средств в проекты с рентабельностью, не максимизирующей благосостояние акционеров. Следовательно, объявление о приобретении пакета акций другой компании приводит к тем более негативной

реакции фирмы-покупателя, чем большим потоком свободных денежных средств располагает компания-покупатель накануне сделки.

Чтобы оценить реакцию цен акций на объявление о приобретении зарубежных активов, автором был рассчитан следующий показатель:

$$st_pr = \frac{\Delta p_i - \bar{\Delta p}}{\sigma_{\Delta p}}, \quad (1)$$

где p – цена закрытия (цена акций или АДР),

p_i – цена закрытия в день объявления о сделке,

Δp_i – разница между ценой закрытия текущего дня и предыдущего дня,

$\bar{\Delta p}$ – средняя разница между ценой закрытия текущего дня и предыдущего дня за месяц до и после сделки;

$\sigma_{\Delta p}$ – стандартное отклонение разницы между ценой закрытия текущего дня и предыдущего дня за месяц до и после сделки.

Данная формула для расчета реакции цен акций на объявление о сделке была выбрана потому, что позволяет учесть степень отклонения от тренда стандартной волатильности бумаги. Так, если $st_pr > 0$, значит, рынок оценил сделку позитивно, т. е. либо котировки выросли по сравнению с предыдущим днем и выросли на большую величину, чем растут котировки данной бумаги в среднем, либо котировки упали, но упали на меньшую величину, чем падают в среднем. Если st_pr по модулю больше 1, значит, рынок отреагировал на новость о сделке остро, т. е. данное событие является для рынка значимым. Более того, деление на стандартное отклонение делает показатели по реакции рынка на объявление о сделке сравнимыми между бумагами, так как и валюта, и стоимость инструментов разных эмитентов различны. В нашей выборке для 12 сделок котировки акций при объявлении о сделке упали, для 7 из них – падение оказалось весьма значительным.

В качестве оценки размера компании были использованы показатели валюты баланса исследуемых компаний на ближайшую отчетную дату до даты объявления о сделке. Все показатели приведены к одной валюте (рублям) по курсу на дату отчетности. Для соизмеримости данных был взят логарифм валюты баланса.

Структура капитала оценена финансовым левериджем, рассчитанным как отношение заемного капитала к собственному в процентном выражении. Данные по размеру собственного и заемного капитала были взяты из финансовой отчетности компаний на последнюю дату, предшествующую дате объявления о сделке.

Особую сложность составило измерение разницы в уровне институциональной среды компании-цели и компании-покупателя. Наиболее предпочтительным с точки зрения исследовательской гипотезы было бы оценить уровень корпоративного управления компании-цели и компании-приобретателя. Однако сбор данных на уровне предприятий представляет значительную сложность. К тому же эмпирические исследования свидетельствуют о высокой корреляции, к примеру, между уровнем корпоративного управления на уровне фирмы и на уровне государства. К.

Доидж, А. Каролай и Р. Штульц проанализировали данные по индексам корпоративного управления различных фирм и пришли к заключению, что значительная часть вариации данного показателя может быть объяснена страновыми характеристиками [Doidge, Karolyi, Stulz, 2007]. Они доказывают, что страновые различия играют столь важную роль потому, что они влияют на издержки, которые несет компания, беря на себя обязательство соответствовать высокому уровню корпоративного управления, и на выгоды, получаемые от такого поведения.

Существует несколько вариантов измерения странового уровня корпоративного управления:

- ♦ «антидиректорский индекс» в работе Р. Ла Порта, Ф. Лопес де Силанес, А. Шлейфер и Р. Вишни [La Porta, Lopes de Silanes, Shleifer, Vishny, 1999];
- ♦ индекс корпоративного управления в работе М.Мартыновой и Л. Реннебуга [Martynova, Renneboog, 2008].

Однако в первой работе не рассчитан индекс для России, а во второй – для стран СНГ, кроме России. В нашей выборке приобретение российскими компаниями компаний стран СНГ занимает значительную долю. Поэтому данные индексы не могут быть заимствованы.¹ В связи с вышеозначенными проблемами возможным выходом оказалось использование Индекса качества государственного управления (Worldwide Governance Indicators), представляемого ежегодно Всемирным банком в рамках исследования «Governance Matters» (Качество государственного управления). Индекс рассчитывается для 213 стран на основе нескольких сотен переменных, получаемых из различных источников (статистические данные национальных институтов и международных организаций, результаты исследований, осуществляемых на регулярной основе международными и неправительственными организациями). Исследование проводится с 1996 года и на данный момент представляет наиболее полный комплекс показателей качества государственного управления по различным странам мира¹. Шесть показателей качества государственного управления были выделены на основе общего определения, согласно которому государственное управление понимается как совокупность традиций и институциональных образований, с помощью которых государственные органы власти управляют страной².

В данном исследовании в качестве оценки институциональной среды, в которой функционирует та или иная компания, была взята сумма всех шести индексов, рассчитанных Всемирным банком для каждой страны. Год, за который выбирались значения, соответствует году, когда было объявлено о сделке. В качестве объясняющей переменной (*deltawgi*) была взята разница между суммой индексов WGI компании-покупателя и компании-цели.

¹ Официальный сайт Всемирного банка, info.worldbank.org/ (Дата обращения: 14.04.2010).

² Шесть агрегированных индикаторов качества государственного управления включают: право голоса и подотчетность; контроль коррупции; правовой режим; эффективность работы правительства; политическая стабильность.

В качестве контрольных переменных были выбраны: размер приобретаемого пакета – как характеристика сделки; рентабельность активов компании-покупателя – как характеристика рентабельности компании; индикатор кризисного 2008 года.

Для тестирования были сформулированы следующие гипотезы:

H1. Чем больше размеры компании, тем больше стремление менеджеров увеличить размер управляемой «империи» с целью повышения своего статуса, увеличения своего компенсационного пакета. Следовательно, объявление о сделке должно приводить к негативной реакции инвесторов, выраженной в цене акций.

H2. Чем больше свободных денежных средств у фирмы, тем выше вероятность вложений средств в проекты с рентабельностью, не максимизирующей благосостояние акционеров. Следовательно, объявление о приобретении пакета акций другой компании приводит к тем более негативной реакции фирмы-покупателя, чем большим потоком свободных денежных средств располагает компания-покупатель накануне сделки.

H3. Гипотеза о положительном влиянии «институциональной» разницы на динамику цен акций компании-покупателя: если российская компания приобретает активы в странах с более высокими стандартами корпоративного регулирования, более эффективной системой правоприменения, то объявление о сделке вызовет позитивную реакцию инвесторов, выраженную в динамике цен акций компании-покупателя.

На основе выдвинутых гипотез была протестирована следующая модель (результаты оценивания методом наименьших квадратов):

$$st_pr_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot \Delta p_i + \beta_2 \cdot \ln_size_i + \beta_3 \cdot leverage_i + \beta_4 \cdot roa_i + \beta_5 \cdot stake_i + \beta_6 \cdot y2008_i + \varepsilon_i, \quad (2)$$

где st_pr_i – показатель, характеризующий динамику цен акций компании-покупателя при объявлении об i -й сделке, Δp_i – разница между ценой закрытия текущего дня и предыдущего дня, $\bar{\Delta p}$ – средняя разница между ценой закрытия текущего дня и предыдущего дня за месяц до и после сделки; $\sigma_{\Delta p}$ – стандартное отклонение разницы между ценой закрытия текущего дня и предыдущего дня за месяц до и после сделки; Δp_i – разница институциональных сред компании-покупателя и компании-цели для i -й сделки; \ln_size_i – логарифм валюты баланса (размер фирмы-покупателя в i -й сделке); $leverage_i$ – финансовый рычаг компании-покупателя накануне i -й сделки; roa_i – рентабельность активов фирмы-приобретателя в i -й сделке; $stake_i$ – размер приобретаемого пакета акций в i -й сделке; $y2008_i$ – фиксированный эффект кризисного года; ε_i – случайная составляющая, характеризующая не учтенные в модели факторы; $\beta_1 - \beta_8$ – коэффициенты при соответствующих объясняющих переменных; β_0 – константа.

Результаты оценивания и подбора спецификации, обладающей наилучшей объясняющей способностью для данной модели, приведены в таблице 2.2.1.

Таблица 1. Изменение цен акций российских компаний при трансграничных приобретениях

Независимые переменные	Оценка коэффициентов
<i>Deltawgi</i>	-0,0756** (-2,4301)
<i>ln_size</i>	-0,0625 (-1,5681)
<i>Leverage</i>	-0,0038** (-2,2193)
<i>Roa</i>	-0,0011 (-0,7943)
<i>y2008</i>	-0,0173 (-1,4634)
<i>Stake</i>	-0,0023 (-1,0269)
<i>Cons</i>	1,6450*** (6,2238)
<i>N</i>	31
<i>R²</i>	0,1713
<i>F-statistics</i>	22,12 Prob(<i>F-statistics</i>)<0,01

Примечания: ** – 5 %-й уровень значимости; *** – 1 %-й уровень значимости; в скобках приведены значения *t*-статистики.

Результаты регрессионного анализа подтвердили гипотезу о значимости «институциональной разницы» для рыночной оценки сделок с зарубежными приобретениями российских компаний. Чем ниже качество институциональной среды фирмы-покупателя по сравнению с качеством среды фирмы-цели, тем больше выгода и позитивных эффектов для фирмы-покупателя ожидают от такой сделки инвесторы. Влияние на фирму-покупателя является чаще всего результатом «добровольного» стремления к улучшению качества корпоративного управления и общих принципов работы фирмы.

Незначимость размера фирмы-приобретателя свидетельствует о неподтверждении первой гипотезы. Значит, инвесторы позитивно или негативно оценивают целесообразность проведения сделки, не принимая во внимание проблему принципала – агента и наличие «неразумных» мотивов менеджмента к проведению сделки. Возможно, такой результат вызван особенностями выборки: в выборку попали те компании и те сделки, экономические мотивы которых к зарубежным приобретениям очевидны.

Весьма интересным является вывод и о незначимости размера приобретаемого пакета для оценки инвесторов. Возможно, что при трансграничных сделках на оценку приобретений влияет не размер приобретаемого пакета, а другие характеристики сделки, упомянутые выше в мотивах к международной интеграции. Также причина незначимости может быть в малом размере выборки.

Чем выше финансовый рычаг компании, тем меньше эффект от приобретения, что не согласуется с гипотезой о вложениях свободных денежных потоков в неэффективные проекты. Можно проинтерпретировать данный результат с другой точки зрения. Долговая нагрузка на компанию, полученную в результате слияния, или на компанию, осуществившую приобретение, возрастает [Ghosh A., Jain, 2000]. Таким образом, слияние или приобретение можно рассматривать как способ расширения возможностей по заимствованию средств. Этому может быть два объяснения. Одно предложено в работе У. Левеллена [Lewellen, 1971]: слияние двух или более корпораций, потоки прибыли которых слабо коррелируют между собой, снижает риск дефолта по долговым обязательствам и, следовательно, увеличивает потенциал использования корпорацией долгового финансирования. Другое объяснение – после приобретения активы компании-покупателя растут и, следовательно, увеличивается залоговая база, что приводит к расширению возможностей по финансированию. Как результат, чем ниже уровень текущей долговой нагрузки компании, тем выше инвесторы оценивают потенциал привлечения финансирования компанией после приобретения.

Приобретение зарубежных активов становится одним из способов улучшения институциональной среды в России. Основанием для такого заключения является наличие позитивных эффектов на микроуровне, которые могут оказывать положительное влияние в целом на институциональную среду. Передаточным механизмом здесь может выступать конкуренция за капитал на финансовых рынках: компании, приобретающие активы за рубежом в странах с качественными институтами и более высокими требованиями к эффективности, прозрачности и открытости, будут более привлекательными для инвесторов и вынудят прочие компании добровольно совершенствоваться до уровня лидеров.